

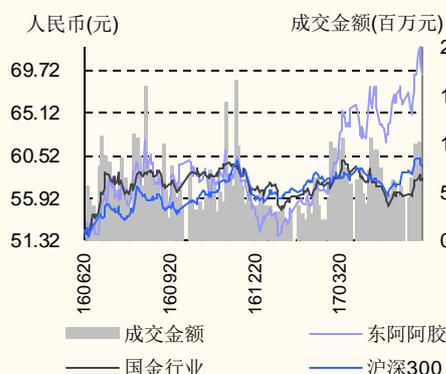
市场价格 (人民币): 69.32 元

广铺 OTC 渠道, 阿胶浆量价齐升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	653.87
总市值(百万元)	45,336.77
年内股价最高最低(元)	72.23/51.32
沪深 300 指数	3518.76
深证成指	10191.24



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	2.485	2.832	3.384	3.975	4.618
每股净资产(元)	10.72	12.78	15.15	17.97	21.29
每股经营性现金流(元)	1.49	0.95	2.99	3.64	4.43
市盈率(倍)	21.05	19.02	20.49	17.44	15.01
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	19.00%	14.00%	19.47%	17.46%	16.20%
净资产收益率(%)	23.17%	22.16%	22.34%	22.11%	21.69%
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **阿胶行业绝对龙头**: 东阿阿胶隶属央企华润集团, 主要从事阿胶及阿胶系列产品的研发、生产和销售业务, 是中国最大的阿胶企业。
- **聚焦三大阿胶系列产品, 阿胶浆引领增长**: 公司三大产品包括阿胶块, 以及阿胶衍生品复方阿胶浆和阿胶糕面向不同人群, 形成产品矩阵。在“价值回归”战略中, 三者均进行提价, 其中衍生品提价幅度更高(最近一轮提价中, 阿胶浆提价 28%, 阿胶糕 25%, 阿胶块 14%), 以让衍生品毛利率向阿胶块趋近, 有利于提高公司整体毛利率。其中:
 - **阿胶块**: 作为滋补上品, 面向高端滋补客群。随着多年提价, 销量经历下滑后已逐渐稳定;
 - **阿胶浆**: 作为广谱保健品, 面向有健康意识的亚健康人群。是公司目前重点发展产品, 在最近一轮提价中提价幅度最高, 且公司在 OTC 终端大力支持阿胶浆销售, 力求实现“突破性增长”, 2017 年增长率保守预计 30% 以上, 实现量价齐升。
 - **阿胶糕**: 作为休闲食品, 培育持续性消费。在“桃花姬阿胶糕”的基础上, 公司新增“真颜阿胶糕”, 打开商务礼品及伴手礼市场, 实现局部性增长。
- **驴皮战略存货+“全产业链模式”应对原材料供应的瓶颈**: 对驴皮资源的规划, 是公司当前的战略重点: 对市场驴皮存量, 公司积极将现金变存货, 2017 年一季度新增驴皮存货超 6 亿元, 锁定驴皮原料成本, 进行驴皮战略储备; 对未来毛驴增量, 公司目标 3~5 年内在山东聊城和蒙东辽西形成“两个百万头养殖基地”, 从而达到原料自给, 具体方式包括通过提出把毛驴当药材养、活体循环开发提高上游价值, 实施“政府+龙头+企业+银行+基地+合作社+农户”的模式支持农户养驴等。目前公司驴皮存货充足, 对上游具有较强控制力。
- **多样销售渠道, OTC 终端放量**: 公司销售渠道中, 药店是最重要的业务板块, 亦是公司目前重点发展的方向。药店终端目前有 8 万家, 预计于 2017 年将终端数量扩大至 12 万家, 增长率达 50%, 有助于阿胶块、阿胶浆进一步放量。

许菲菲 联系人
xufeifei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

投资建议

- 在消费升级、保健意识日益提高的背景下，我们看好优质消费类公司的发展。公司作为保健消费细分领域阿胶行业的龙头，具有较强的上游掌控能力及定价能力，看好公司 OTC 终端阿胶浆的放量，首次覆盖给予“增持”评级。

估值

- 公司作为消费品企业，阿胶块价提量稳，阿胶浆、阿胶糕量价齐升，若复方阿胶浆 OTC 放量顺利，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 3.38/3.98/4.62 元，对应 PE 为 20/17/15 倍。

风险

- 毛驴养殖低于预期；产品提价导致客户流失；OTC 渠道开拓低于预期。

内容目录

公司概况：阿胶行业龙头，中华老字号	4
行业地位：阿胶行业绝对龙头	4
股权结构：大股东及管理层增持彰显信心	4
经营：“全产业链”发展模式，构建上游原材料收购体系	5
上游之水：东阿地下水的特殊性	5
上游之驴皮：短期战略存货保证平稳生产，长期建设养殖基地争取原料自给	5
产品：围绕阿胶主业，聚焦三大产品	7
阿胶块：持续推进“价值回归”，价提量稳	8
复方阿胶浆：广谱保健，力求实现“突破性增长”	9
阿胶糕：新增“真颜阿胶糕”，与“桃花姬”双品牌并行	10
其他产品：三大产品之外作补充	11
渠道及营销：拓展多样销售渠道，打造文化体验营销	12
公司销售渠道多样，包括：药店、官方直营店、互联网授权销售、医院等	12
文化体验营销：3.0版本的文化营销工程	13
品牌营销：三千年传承滋补国宝	13
盈利预测与投资建议	13
风险提示	13

图表目录

图表 1：营业总收入及增长率	4
图表 2：归母净利润及增长率	4
图表 3：股权结构图	5
图表 4：1996-2015 毛驴存栏量（万头）	6
图表 5：东阿阿胶毛驴养殖示范基地	7
图表 6：公司主营收入构成	8
图表 7：阿胶系列产品收入构成	8
图表 8：阿胶块产品	8
图表 9：阿胶说明书	9
图表 10：阿胶价格历年走势（元/千克）	9
图表 11：复方阿胶浆产品	10
图表 12：真颜系列产品（真颜阿胶糕、真颜小分子阿胶）	11
图表 13：桃花姬阿胶糕产品	11
图表 14：其他药品	11
图表 15：其他食品	12
图表 16：东阿阿胶互联网授权销售	13

公司概况：阿胶行业龙头，中华老字号

- 东阿阿胶股份有限公司隶属央企华润集团，前身为山东东阿阿胶厂，1952年建厂，1993年由国有企业改组为股份制企业。1996年7月29日“东阿阿胶”A股股票在深交所挂牌上市。
- 公司主要从事阿胶及阿胶系列产品的研发、生产和销售业务，是中国最大的阿胶企业，是阿胶行业标准的制定者。
- 公司地处的东阿县作为阿胶发祥地，生产阿胶已有两千多年的悠久历史。东阿阿胶具有得天独厚的品牌和产地优势，拥有诸多“唯一”：全国阿胶行业唯一国家保密工艺，国家认定唯一东阿阿胶制作技艺传承人企业，全国唯一“东阿阿胶”道地药材保护与规范化生产示范基地，全国阿胶行业唯一获得国家地理标志产品保护。
- 收入与利润增速：

图表 1：营业总收入及增长率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：归母净利润及增长率



来源：Wind，国金证券研究所

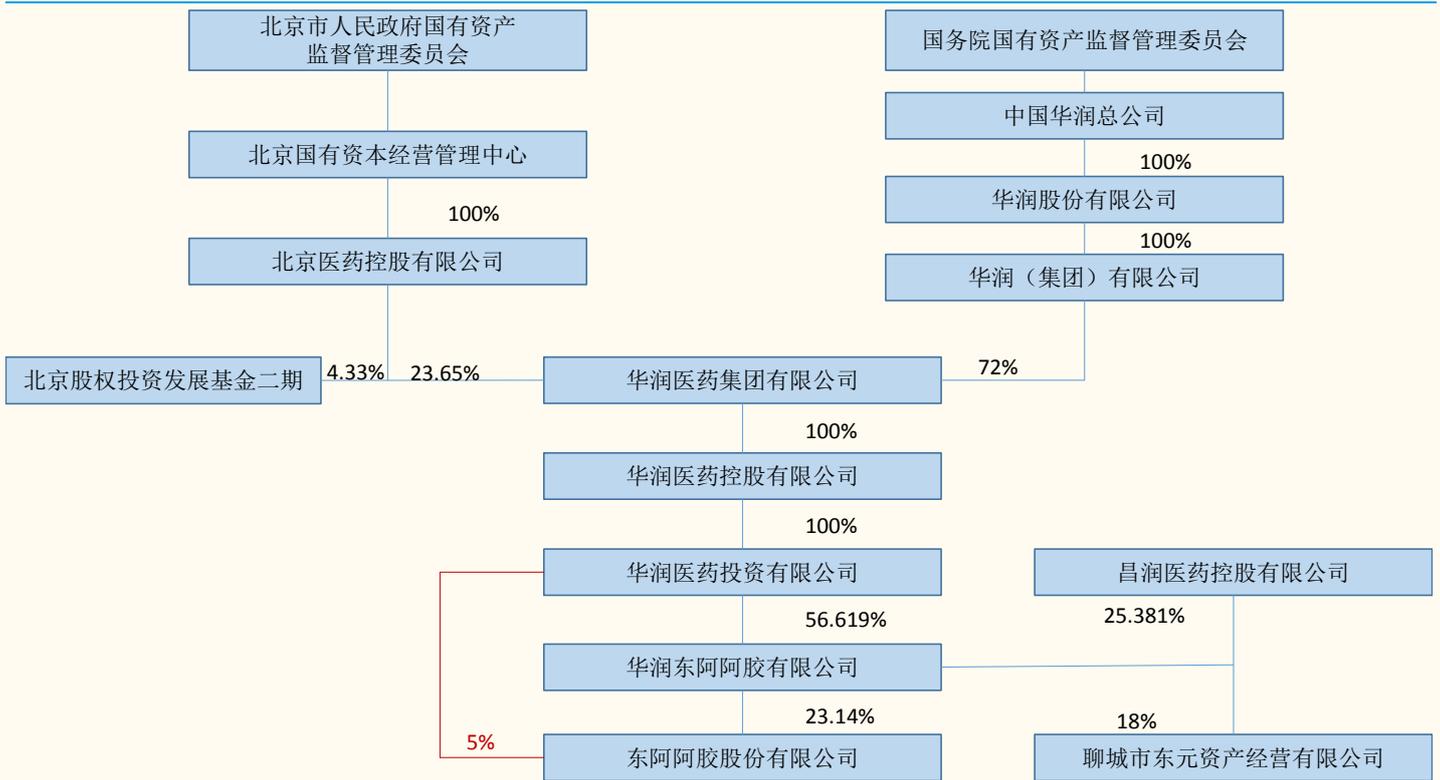
行业地位：阿胶行业绝对龙头

- 根据新康界的数据，阿胶行业目前已有 200 多家企业，其中市场占有率高、品牌影响大的主要是东阿阿胶和福胶，潜在进入者主要有四家：宏济堂、同仁堂、太极集团、佛慈制药。相较而言，东阿阿胶拥有更强的品牌力及上市公司资本优势（福胶未上市），阿胶年产量、出口量分别占全国的 75% 和 90% 以上，是阿胶行业绝对的龙头。

股权结构：大股东及管理层增持彰显信心

- 华润医药投资有限公司（下称“华润医药投资”）于 2016 年 4 月 20 日至 2017 年 1 月 25 日，通过深圳证券交易所集中竞价交易系统增持公司股份 32,710,771 股，占公司总股本的 5.00%。
- 加上华润医药投资的控股子公司华润东阿阿胶有限公司持有的 23.14% 公司股份，华润医药投资总计持有公司 18.10% 的股份，控制公司 28.14% 的股份。但与华润医药旗下的另外两家上市公司相比（截至目前华润医药持有华润三九 63.60% 股份，持有华润双鹤 59.99% 股份），华润医药持有的东阿阿胶股份仍有较大差距。
- 2016 年 6 月 6 日，董事秦玉峰先生、董事吴怀峰先生、监事李世忠先生、副总裁王中诚先生、副总裁尤金花女士和副总裁周祥山先生通过“招商致远增持宝 6 号集合资产管理计划”和“鹏华资产鲲鹏 12 号资产管理计划”在深圳证券交易所证券交易系统以竞价交易方式增持公司股票 264.7978 万股，价格 46.31/股。

图表 3：股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

经营：“全产业链”发展模式，构建上游原材料收购体系

- 东阿阿胶致力于打造“全产业链”发展模式，构建从产业链上游的原材料养殖收购、中游的加工工艺创新、再到下游的终端服务网络的全过程质量管控体系。

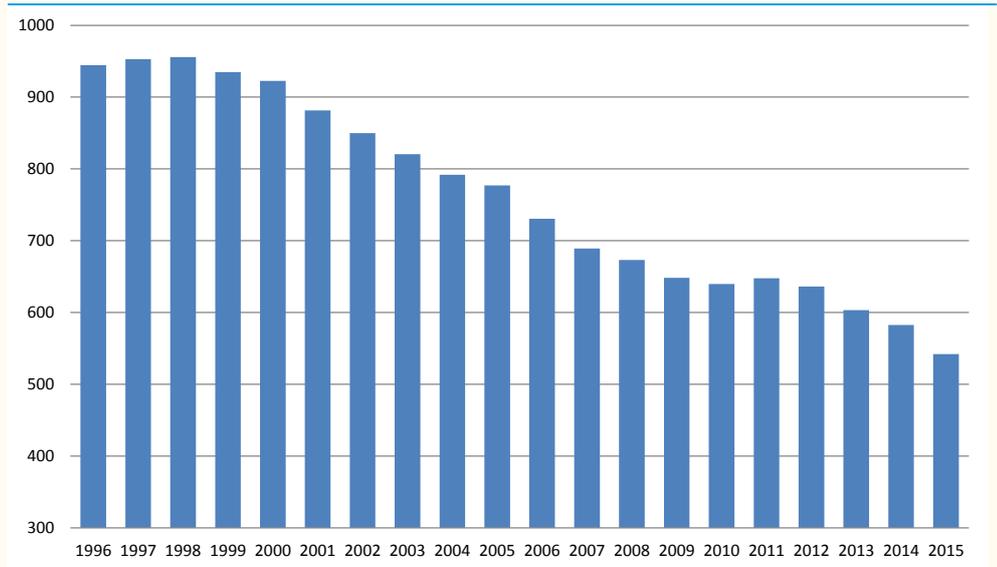
上游之水：东阿地下水的特殊性

- 《本草经集注》：“出东阿，故曰阿胶”。东阿阿胶采用的东阿地下水，异地无法复制。在水质方面，东阿无工业厂，且公司对水质一直保持监测，保证阿胶用水的道地和安全性。

上游之驴皮：短期战略存货保证平稳生产，长期建设养殖基地争取原料自给

- 身处中药行业，上游对公司生产的稳定性和产品的质量至关重要，但是上游的驴皮在数量和质量上却对公司提出了挑战：
 - 数量上：毛驴存栏量持续下滑，毛驴数量在近 20 年下降了近一半，对公司的原料供应形成了较大挑战。毛驴存栏量下滑的因素包括：其一，随着人民生活水平的提高，毛驴的“运输工具”功能逐渐被车辆替代；其二，驴养育周期长，2 岁方可出栏，与之相比猪大约 5 个月即可出栏；其三，驴的繁育周期较长，2 岁配种，“三年两胎”：怀孕周期 12 个月，一胎生 1 头，哺乳期 6 个月，一头母驴 3 年才能产出 2 头小驴。

图表 4：1996-2015 毛驴存栏量（万头）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **质量上：**由于人民日益增长的对阿胶的需求和毛驴不容乐观的数量产生了矛盾，部分商人铤而走险，以猪皮、马皮等充当驴皮，一方面公司坚持使用具有驴头、驴耳等显著标志的整张驴皮；一方面公司积极参与上游养殖，有助于从源头控制质量。
- **短期应对措施：驴皮战略存货抗风险。**
 - **驴皮价格“物以稀为贵”：**据山东阿胶行业协会统计，2010年前每张驴皮不足500元，2015年平均收购价格超过2600元，2017年春节后驴皮再次涨价，一张超过3000元；
 - **存货新增，锁定驴皮成本，保证平稳生产：**母公司存货自2016年底的21.36亿元上升至2017一季度的28.40亿元，新增7.04亿元，其中90%均为驴皮。公司利用全球资源，进口驴皮进行储备，将现金转为存货，既锁定了原料驴皮的成本，也保持阿胶稳定生产。目前驴皮存货约可用1年无虞。
- **长期应对措施：公司通过提升上游价值、创新规模化养殖合作模式，促进毛驴养殖，争取十三五末原料自给。**针对此前养驴经济性不高、缺少养驴启动资金等问题，公司通过提升毛驴经济价值、启动配套资金方式支持等方式鼓励农户养驴。
 - **目前进展与发展目标：**
公司目前建立了20个毛驴药材养殖示范基地，4个地黄、党参GAP药材基地，1个东阿黑毛驴繁育中心，自建原料收购终端网络，构建阿胶原料药材驴皮溯源系统：2017年将启用无线射频识别（RFID）技术，记载每头驴子从出生到生产线全过程，确保药材道地，保证产品质量可追溯、有效和安全。
公司计划在3~5年内在山东聊城和蒙东辽西形成“两个百万头养殖基地”，到2020年东阿阿胶原料全部自供。
 - **创新规模化养殖合作模式，达成“轻养驴”：**
公司将半岁的小驴卖给农户（配套银行启动资金），1~1.5年后回收，也有农户会将驴子生完小驴后再卖回，因此交易周期2年左右。
此模式的优势在于，公司可避免参与到大规模养驴的具体养育工作，将小驴长到成驴的工作“外包”给了农户，达成“轻养驴”，从而能更专注于阿胶主业，同时也能保证回收毛驴的质和量。

- **配套措施为农户养驴护航：**
“政府+企业+银行+合作社+规模化养殖户”。由政府出资对养殖户进行补贴，按照规模增加会提高标准，并在银行贷款方面给予支持。
- **提升上游价值，激发农户养驴积极性：**
东阿阿胶以“把毛驴当药材来养”为理念，实施“毛驴活体循环开发”模式，与日本、意大利等国家科研机构合作进行驴肉、驴奶、孕驴血、孕驴尿、驴胎盘、驴骨的深度开发，提升毛驴单头养殖效益，目标将一头驴深加工后价值达到 1 万元；到十三五末期 2020 年，将毛驴屠宰标准化，达到每年 60 万头毛驴深度加工屠宰，打造 60 亿元的深加工产业。**上游价值提升进展：**
驴肉：毛驴不打疫苗、不用抗生素，是优质的“无抗肉”。目前驴肉汉堡研发成功，潮汕工艺驴肉丸等新产品上市，驴肉火锅已开两家。
驴奶：包装液态驴奶即将于 5、6 月推向市场，可与阿胶饮品、桃花姬共用渠道；冻干驴奶粉已获得生产许可。
目前瓶颈：驴子屠宰线不够标准化，无法大批量屠宰毛驴。

图表 5：东阿阿胶毛驴养殖示范基地



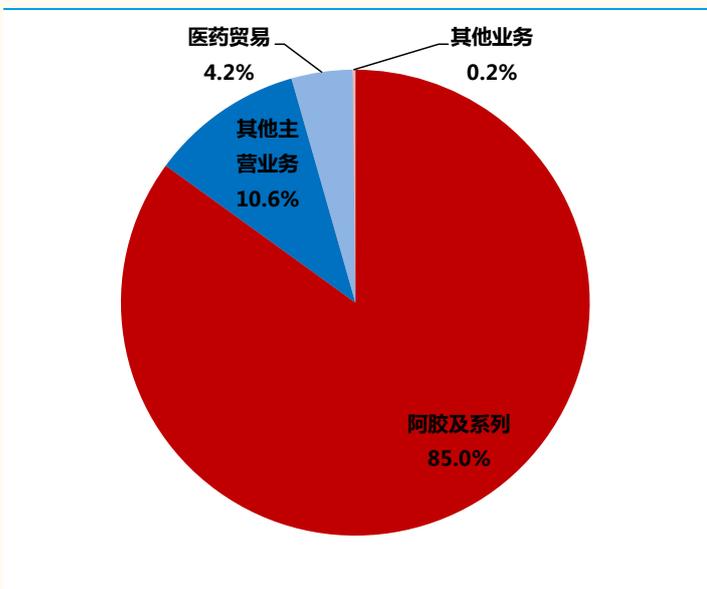
来源：公司官网，国金证券研究所

- **上游短缺缓解后，产能仍有提升空间：**公司目前设计产能 3000 吨，目前实际使用约 1500 吨。若未来形成两个百万头养殖基地，则产能有进一步提升的空间。

产品：围绕阿胶主业，聚焦三大产品

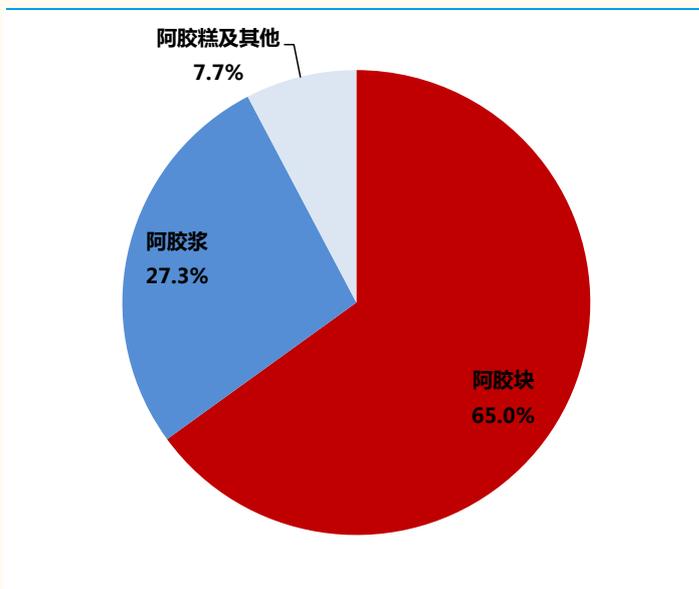
- 公司主营收入中 85%由阿胶系列产品构成，阿胶系列产品中公司储备品种多样，但公司聚焦于三大产品：阿胶块、阿胶浆、阿胶糕，三者面向不同的客户群体：阿胶块目标客户为高端滋补客群，阿胶浆作为广谱保健品面向有健康意识的亚健康人群，阿胶糕作为食品培育持续性消费。

图表 6：公司主营收入构成



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：阿胶系列产品收入构成

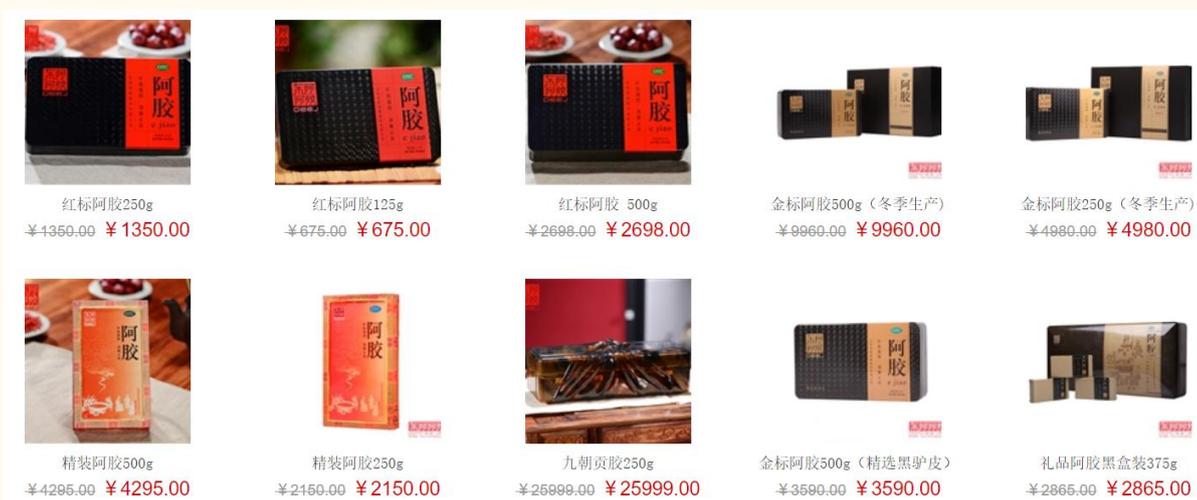


来源：草根调研，国金证券研究所

阿胶块：持续推进“价值回归”，价提量稳

- 阿胶被最早的医药经典《神农本草经》列为滋补上品，《本草纲目》称其为补血圣药，具有补血养血、滋阴润燥的功效，目前阿胶已成为 OTC 规模最大单品，列滋补养生第一品牌。

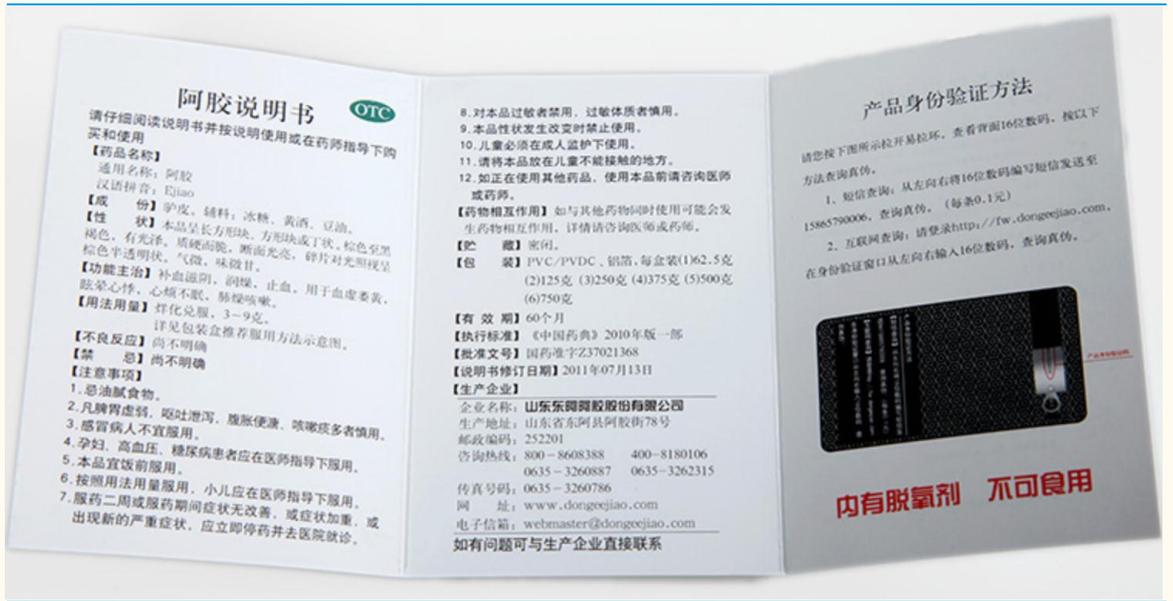
图表 8：阿胶块产品



来源：公司官网，国金证券研究所

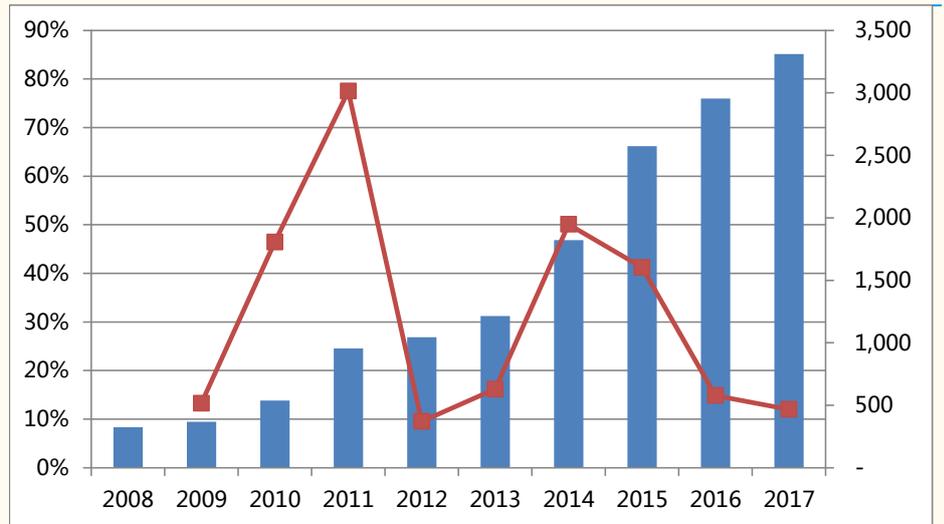
- 自 2006 年以来，东阿阿胶提出“价值回归”，开始提价之路，回归滋补上品价值。在日服用金额方面，以红标阿胶 250g 为例，根据阿胶说明书，每日烊化 3~9 克兑服，若日服用 6 克，则日服用金额为 $1350/(250/6)=32.4$ 元，“价值回归”仍有空间。

图表 9：阿胶说明书



来源：东阿阿胶大药房旗舰店，国金证券研究所

图表 10：阿胶价格历年走势（元/千克）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司将阿胶块定位于四省两市（四省：山东、广东、江苏、浙江；两市：北京、上海），通过升级“体验旅游”、“熬胶”两大平台，高端进化“滋补之旅”，开拓高端滋补客群，我们认为未来阿胶块将维持价提量稳的态势。

复方阿胶浆：广谱保健，力求实现“突破性增长”

图表 11: 复方阿胶浆产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 复方阿胶浆来源于明代经典名方“两仪膏”，是中药独家品种，气血双补，已有 37 年品质保障，是公司目前的重点强推品种，力求实现“突破性增长”，增长的动力来源于产品本身过硬的质量、价格提升及 OTC 端的放量。

- **产品本身：“十年磨一剑”，阿胶浆蓄势待发。**公司已为阿胶浆的“突破性增长”筹备十多年：

产品认证上，2006 年从国家保护品种升级为国家保密品种；

产品功效上，针对运动性疲劳的恢复、气血保养、地中海贫血等的临床试验已开展 1 万多例；

产品包装上，阿胶浆具有服用方便的优点，2017 年底全换为新包装。

- **产品价格：提价拉升毛利率。**2016 年 11 月 17 日，公司公告阿胶出厂价上调 14%，复方阿胶浆出厂价上调 28%，桃花姬阿胶糕出厂价上调 25%。其中复方阿胶浆提价幅度最高，原因为公司未来将把三大产品的毛利润率拉平（目前阿胶块毛利约 82%，复方阿胶浆约为 60+%）。未来复方阿胶浆将呈现量价齐升态势。

- **产品销量：主攻 OTC 终端，一线城市需求被开发，预计 2017 年增长 30% 以上。**

渠道由医院转 OTC 成绩斐然，2017 年 OTC 终端继续扩张：阿胶浆已退出大部分医院市场（目前保留山东省），转而发展 OTC 渠道。由于 2015 年之前 OTC 端几乎空白，因此增长很快，目前估计阿胶浆已有约 50% 来自于 OTC 终端。公司对阿胶浆在 OTC 终端的支持力度很大，根据我们的草根调研，OTC 的店员对推销复方阿胶浆热情极高。

今年 OTC 终端目标将继续扩张，在目前 8 万家终端的基础上，预计要增加 4 万家终端，年底达到 12 万家，为阿胶浆的进一步放量提供有力支撑。

省会级城市需求被开发，阿胶浆销量将进一步打开：复方阿胶浆此前销售以地市级城市为主，占到约 70%，省会级城市仅占 30%，而通过公司的营销及 OTC 端的努力，省会级城市销量快速增长，以上海为例：2016 年上海复方阿胶浆销售翻倍，在上海医保目录占到了 1.17 亿元，OTC 药店排名第一，远高于第二名的约 7000 万元。随着一线城市市场的开拓，阿胶浆的销量将进一步打开。

阿胶糕：新增“真颜阿胶糕”，与“桃花姬”双品牌并行

- **阿胶糕定位：**桃花姬阿胶糕定位“吃出来的美丽”，作为食品，可吸引更多消费者成为阿胶消费人群，为将来消费更高端的阿胶产品储备潜在客户。
- **新增“真颜阿胶糕”，拓展“真颜”产品线：**“真颜”为公司“单焦点、多品牌”战略开创的新品类，已有高端口服养颜品真颜小分子阿胶（纯粉片），与阿胶块相比，生物利用度提高 3.5 倍、方便携带、易服用。为进一步拓展“真颜”产品线，公司新推出“真颜阿胶糕”，与“桃花姬阿胶糕”并行

销售。真颜阿胶糕包装更为高端大气，价格较桃花姬稍高：在零售端真颜阿胶糕约为 2 元/克，桃花姬约为 1.5 元/克。

- **阿胶糕目标：**通过盘整基础，夯实市场，实现北京、山东省局部性增长，打造山东商务礼品和山东旅游“伴手礼”首选。

公司近日于官方商城新增了真颜阿胶糕产品陈列，并新推出阿胶糕年卡产品，主打赠礼轻便低调、每月寄送新鲜阿胶糕，进一步开拓商务礼品及伴手礼市场；此外，真颜阿胶糕的商品展示图片凸显了东阿阿胶的商标图片，有助于借助深入人心的“东阿阿胶”品牌更好地打开认知度。

图表 12：真颜系列产品（真颜阿胶糕、真颜小分子阿胶）

				
阿胶糕 (200g (真颜)) 价格: ¥399.00 ¥399.00	真颜阿胶糕年卡 (200g*2) 价格: ¥798.00 ¥798.00	真颜阿胶糕年卡 (200g*8) 价格: ¥3192.00 ¥3192.00	真颜阿胶糕年卡 (200g*12) 价格: ¥4788.00 ¥4788.00	真颜小分子阿胶 (阿胶低聚) 价格: ¥1688.00 ¥1688.00

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 13：桃花姬阿胶糕产品

				
桃花姬阿胶糕 (40g) 价格: ¥56.00 ¥56.00	桃花姬阿胶糕 (75g) 价格: ¥116.00 ¥116.00	桃花姬阿胶糕 180g 价格: ¥279.00 ¥279.00	桃花姬阿胶糕 300g 价格: ¥460.00 ¥460.00	桃花姬阿胶糕年卡 (300g*12) 价格: ¥5520.00 ¥5520.00

来源：公司官网，国金证券研究所

其他产品：三大产品之外作补充

- 其他药品

图表 14：其他药品

			
鹿茸 (红粉片) (20g*10盒) ¥769.00 ¥769.00	鹿茸 (红粉片) (10g*100袋) ¥85.00 ¥85.00	黄明胶 250g ¥345.00 ¥345.00	海龙胶 250g 2.28元/克 ¥670.00 ¥570.00
			
龟甲胶 (135g) 16.8元/克 ¥2268.00 ¥2268.00	海龙胶口服液 (20ml*20支) ¥325.00 ¥325.00	阿胶补血膏 (20g*20支) ¥370.00 ¥370.00	鹿角胶 (6g*18块) 21元/克 ¥2268.00 ¥2268.00

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 其他食品

图表 15：其他食品



来源：公司官网，国金证券研究所

渠道及营销：拓展多样销售渠道，打造文化体验营销

- 作为健康消费品企业，渠道管控与市场营销能力至关重要；尤其对于东阿阿胶而言，若无强大的营销和渠道的配合，提价则无异于将阿胶市场拱手让人。在销售渠道方面，公司渠道多样，且终端价格维护良好，OTC 终端快速拓展；营销方面，公司通过“央视国家品牌计划”培养、加深消费者对其的印象和认可，通过工业旅游将“顾客变游客、游客变顾客”，多维度打造品牌三千年传承滋补国宝形象，提高消费者忠诚度。

公司销售渠道多样，包括：药店、官方直营店、互联网授权销售、医院等

- 公司以药店为 OTC 产品销售主力，以医院销售处方药，以直营店提供体验和服务，以互联网提高产品的可及性，打造全方位的销售网络。我们看好公司 OTC 渠道的拓展，有助于阿胶浆等 OTC 品种放量。
- 药店：东阿阿胶 OTC 销售为东阿阿胶主要业务板块之一，覆盖中国大陆除西藏外所有区域，拥有 8 万家目标终端的营销网络，计划 2017 年年底达到 12 万家终端。药店终端销售阿胶类、复方阿胶浆类及其他 OTC 类产品。
- 官方直营店：公司于 2011 年成立全资子公司东阿阿胶健康管理连锁有限公司，现拥有旗舰店及直营店共计 111 家（目前直营店 101 家在山东，5 家在广东，4 家在北京，1 家在南京）。通过体验式营销、服务式营销和会员制管理，以 3200 个阿胶经典验方以及中医专家资源为技术依托，以东阿阿胶旗舰店及直营店为平台，为消费者提供养生、保健、美容等个性化的健康解决方案。
- 互联网授权销售

图表 16：东阿阿胶互联网授权销售



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 医院：

东阿阿胶医院部于 2005 年 1 月正式成立，专门从事公司处方药产品的销售。现阶段销售的品种有阿胶、复方阿胶浆、安宫止血颗粒等品种。

文化体验营销：3.0 版本的文化营销工程

- 公司文化营销工程不断升级，从十年前 1.0 的“文化营销”升级到 2.0 的“营销文化”，如今则是 3.0 版本的“文化体验营销”。
- 公司借鉴好时巧克力、可口可乐等海外成熟的工业体验旅游模式，研究环球影城、迪士尼，打造生产车间观光体验、4D 动感影院、养生餐饮、膏方定制、产品展销中心等体验项目，通过视觉、听觉、嗅觉、触觉、味觉等全方位感受阿胶文化，通过滋补养生体验，将“顾客变游客、游客变顾客”。

品牌营销：三千年传承滋补国宝

- 2017 年 3 月，公司入选“央视国家品牌计划”，携手央视拍摄了两部品牌故事大片，第一部《道地传千年》已于 CCTV-1 上映，有助于进一步加强、加深“东阿阿胶”这一中华老字号的品牌认知度。
- 2017 年 5 月 26 日，公司于 2017 中国品牌高峰论坛上入选 2017 年中国品牌 100 强。

盈利预测与投资建议

- 公司是优质的阿胶龙头公司。针对原材料供应的瓶颈，公司短期内进行驴皮存货战略储备，长期通过积极通过提升上游价值、争取政府扶持等多种方式加强对上游的掌控能力；在产品上，公司拥有针对不同需求的三大产品，消费者的认可令公司具有一定的定价能力，阿胶浆成为增长主力；在销售上，公司大力开拓 OTC 渠道，并进行“文化体验营销”。
- 在消费升级、保健意识日益提高的背景下，我们看好优质消费类公司的发展。公司作为保健消费细分领域阿胶行业的龙头，具有较强的上游掌控能力及定价能力，看好公司 OTC 终端阿胶浆的放量，首次覆盖给予“增持”评级。
- 阿胶块价提量稳，复方阿胶浆、阿胶糕量价齐升，若复方阿胶浆 OTC 放量顺利，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 3.38/3.98/4.62 元，对应 PE 为 20/17/15 倍。

风险提示

- 毛驴养殖低于预期；产品提价导致客户流失；OTC 渠道开拓低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,009	5,450	6,317	7,488	8,718	9,988
增长率		35.9%	15.9%	18.5%	16.4%	14.6%
主营业务成本	-1,381	-1,929	-2,088	-2,298	-2,613	-2,946
%销售收入	34.5%	35.4%	33.0%	30.7%	30.0%	29.5%
毛利	2,628	3,521	4,230	5,190	6,105	7,042
%销售收入	65.5%	64.6%	67.0%	69.3%	70.0%	70.5%
营业税金及附加	-49	-65	-70	-82	-96	-110
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-751	-1,277	-1,618	-1,992	-2,354	-2,697
%销售收入	18.7%	23.4%	25.6%	26.6%	27.0%	27.0%
管理费用	-372	-423	-493	-584	-680	-779
%销售收入	9.3%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	1,456	1,756	2,049	2,532	2,975	3,456
%销售收入	36.3%	32.2%	32.4%	33.8%	34.1%	34.6%
财务费用	40	17	17	21	35	53
%销售收入	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-6	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	102	152	107	50	50	50
%税前利润	6.3%	7.9%	4.9%	1.9%	1.6%	1.4%
营业利润	1,592	1,920	2,163	2,603	3,060	3,559
营业利润率	39.7%	35.2%	34.2%	34.8%	35.1%	35.6%
营业外收支	21	7	33	20	20	20
税前利润	1,613	1,927	2,196	2,623	3,080	3,579
利润率	40.2%	35.4%	34.8%	35.0%	35.3%	35.8%
所得税	-241	-289	-341	-407	-477	-555
所得税率	14.9%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	1,372	1,638	1,855	2,216	2,603	3,024
少数股东损益	7	13	3	3	4	4
归属于母公司的净利润	1,366	1,625	1,852	2,213	2,599	3,020
净利率	34.1%	29.8%	29.3%	29.6%	29.8%	30.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,372	1,638	1,855	2,216	2,603	3,024
少数股东损益	7	13	3	3	4	4
非现金支出	85	104	116	96	99	102
非经营收益	-117	-180	-130	-71	-70	-70
营运资金变动	-683	-584	-1,216	-284	-250	-158
经营活动现金净流	657	978	625	1,958	2,382	2,898
资本开支	-275	-275	-349	-60	-67	-67
投资	566	-1,211	-69	0	0	0
其他	110	85	89	50	50	50
投资活动现金净流	401	-1,400	-330	-10	-17	-17
股权募资	3	0	0	0	0	0
债权募资	-14	78	22	0	0	0
其他	-411	-547	-561	-665	-752	-849
筹资活动现金净流	-422	-469	-539	-665	-752	-849
现金净流量	636	-891	-244	1,282	1,614	2,032

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,550	1,659	1,415	2,697	4,311	6,342
应收款项	193	468	518	632	735	842
存货	1,464	1,725	3,014	3,274	3,651	4,036
其他流动资产	1,220	2,581	2,636	2,751	2,798	2,848
流动资产	5,427	6,433	7,583	9,353	11,495	14,069
%总资产	72.7%	74.7%	76.2%	79.9%	83.1%	85.8%
长期投资	148	175	152	152	152	152
固定资产	1,467	1,560	1,739	1,731	1,721	1,707
%总资产	19.7%	18.1%	17.5%	14.8%	12.4%	10.4%
无形资产	242	212	225	216	215	214
非流动资产	2,033	2,176	2,367	2,351	2,339	2,324
%总资产	27.3%	25.3%	23.8%	20.1%	16.9%	14.2%
资产总计	7,460	8,609	9,950	11,705	13,834	16,393
短期借款	0	80	0	0	0	0
应付款项	1,151	1,169	1,240	1,444	1,684	1,950
其他流动负债	205	206	251	251	290	408
流动负债	1,357	1,455	1,491	1,695	1,973	2,358
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	75	71	73	72	72	72
负债	1,432	1,526	1,563	1,767	2,046	2,430
普通股股东权益	5,922	7,014	8,359	9,907	11,755	13,926
少数股东权益	105	69	27	30	33	37
负债股东权益合计	7,460	8,609	9,950	11,705	13,834	16,393

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.088	2.485	2.832	3.384	3.975	4.618
每股净资产	9.055	10.724	12.781	15.148	17.973	21.293
每股经营现金净流	1.005	1.495	0.955	2.994	3.643	4.432
每股股利	0.700	0.800	0.900	1.017	1.149	1.299
回报率						
净资产收益率	23.06%	23.17%	22.16%	22.34%	22.11%	21.69%
总资产收益率	18.31%	18.88%	18.62%	18.91%	18.79%	18.42%
投入资本收益率	20.55%	20.83%	20.64%	21.53%	21.33%	20.91%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.18%	35.94%	15.92%	18.54%	16.42%	14.57%
EBIT增长率	9.47%	20.63%	16.68%	23.56%	17.51%	16.15%
净利润增长率	13.52%	19.00%	14.00%	19.47%	17.46%	16.20%
总资产增长率	24.75%	15.40%	15.57%	17.64%	18.19%	18.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.5	14.2	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	266.3	301.8	414.4	520.0	510.0	500.0
应付账款周转天数	42.8	38.2	46.2	46.0	42.0	40.0
固定资产周转天数	121.2	92.7	82.9	68.1	56.8	48.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.30%	-22.29%	-16.87%	-27.14%	-36.57%	-45.42%
EBIT利息保障倍数	-36.1	-100.8	-124.2	-123.2	-84.9	-64.9
资产负债率	19.20%	17.73%	15.71%	15.10%	14.79%	14.82%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

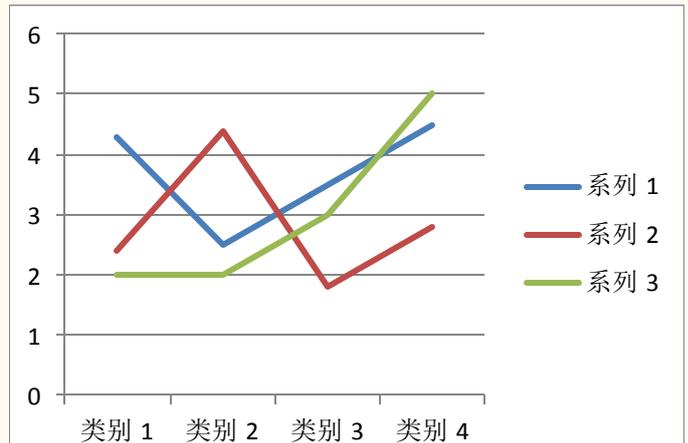
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD